



**Luís Paulo Morais
Cunha**

**A relação entre a estrutura de capital e a política de
dividendos: evidência nas empresas da Euronext
Lisbon**



**Luís Paulo Morais
Cunha**

**A relação entre a estrutura de capital e a política de
dividendos: evidência nas empresas da Euronext
Lisbon**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Finanças, realizada sob a orientação científica da Professora Doutora Anabela V. dos Santos Flores Rocha, Professora Adjunta do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro e coorientação da Professora Doutora Elisabete F. Simões Vieira, Professora Coordenadora do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro.

Dedico este trabalho à minha família pelo constante apoio e por todo o esforço que foi feito para que eu pudesse atingir os meus objetivos.

o júri

Presidente

Prof. Doutor César Faustino da Silva Bastos
Professor Adjunto da Universidade de Aveiro

Prof.^a Doutora Mara Teresa da Silva Madaleno
Professora Auxiliar da Universidade de Aveiro

Prof.^a Doutora Anabela Virgínia dos Santos Flores da Rocha
Professora Adjunta da Universidade de Aveiro (orientador)

agradecimentos

Agradeço à Professora Doutora Anabela Rocha, minha orientadora, pela paciência e apoio demonstrados ao longo da realização deste trabalho.

À Professora Doutora Elisabete Vieira, minha co-orientadora, por todo o apoio e paciência demonstrados no decurso do trabalho.

Ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro, pelo acesso à base de dados SABI, indispensável na elaboração do trabalho.

À minha família, por ser a minha motivação constante e por nunca ter deixado de me apoiar, principalmente nos momentos de maior dificuldade.

Agradeço também aos meus amigos e a todas pessoas que, de forma direta ou indireta, contribuíram para a realização deste trabalho.

palavras-chave

Estrutura de capital, Política de dividendos, Endogeneidade, Euronext Lisbon

resumo

Tanto a estrutura de capital como a política de dividendos têm sido alvo de estudo intensivo, porém, sem grandes conclusões. Vários são os estudos que assumem a relação exógena entre a estrutura de capital e as respetivas variáveis explicativas, verificando-se o mesmo na vertente da política de dividendos. Recentemente, questionou-se a hipótese em que a relação entre a estrutura de capital e a política de dividendos seja endógena, implicando que decisões relativamente à estrutura de capital influenciam a política de dividendos e vice-versa.

O principal objetivo deste trabalho é encontrar evidência que confirme uma eventual relação entre a estrutura de capital e a política de dividendos. Consequentemente, foi construído um modelo econométrico que, com base em duas metodologias diferentes, permitirá confirmar, ou não, o objetivo acima proposto, como também perceber quais são os fatores determinantes da estrutura de capital e da política de dividendos.

Este estudo, tanto quanto se sabe, é o primeiro a realizar esta análise entre as duas temáticas, tendo por base o contexto económico e empresarial de Portugal. Nesse sentido, não foi encontrada evidência que permita confirmar a existência entre a estrutura de capital e a política de dividendos das empresas da *Euronext Lisbon*. Contudo, encontrou-se evidência que permite concluir que a teoria da *pecking order* é a mais adequada na explicação da estrutura de capitais e foi encontrada evidência da não aceitação da hipótese da irrelevância dos dividendos.

keywords

Capital structure, Dividend policy, Endogeneity, Euronext Lisbon

abstract

Both the capital structure and the dividend policy themes have been the subject of intensive study, but without major conclusions. There are several studies that assume the exogenous relationship between the capital structure and the respective explanatory variables, and the same is verified for the dividend policy. Recently, academics have been questioning the hypotheses of the relationship between capital structure and dividend policy being endogenous, meaning capital structure decisions influence dividend policy ones and vice-versa.

The main objective of this paper is to find evidence to confirm an eventual relationship between the capital structure and the dividend policy. Therefore, an econometric model as built, based on two different methodologies, to allow the confirmation, or not, of the objective previously described, as well as understand which factors are determinants in the capital structure theme and in the dividend policy puzzle.

This study, as far as we know, is the first to try out this analysis between the two themes, considering the economic and business context of Portugal. Thus, no evidence was found to confirm the existence between the capital structure and the dividend policy of the Euronext Lisbon companies. However, evidence was found that allows the conclusion that the pecking order theory is the most adequate in the explanation of the capital structure theme and evidence was found of the non-acceptance of the irrelevance hypothesis of dividends.

Índice

Lista de Siglas.....	IX
1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura.....	3
2.1. Estrutura de Capital	3
2.1.1. Teoria de Modigliani e Miller	3
2.1.2. Teoria da Agência.....	5
2.1.3. Abordagem <i>Trade-Off</i>	6
2.1.4. Teoria <i>Pecking Order</i>	7
2.1.5. Teoria da Sinalização	8
2.1.6. Estudos Empíricos	8
2.2. Política de Dividendos.....	11
2.2.1. A hipótese da irrelevância de Miller e Modigliani	12
2.2.2. Impostos	12
2.2.3. Efeito Clientela.....	14
2.2.4. Falácia do “pássaro-na-mão”.....	16
2.2.5. Teoria da Sinalização	16
2.2.6. Estudos Empíricos	18
2.3. Estrutura de Capital e Política de Dividendos	25
3. Metodologia.....	29
3.1 Hipóteses	29
3.2 Amostra	31
3.3 Modelo.....	33
3.4 Variáveis.....	34
4. Resultados.....	37
5. Conclusão	41
Referências	43

Lista de Siglas

BFND	-	Benefícios fiscais não decorrentes da dívida
CAPM	-	Capital asset pricing model
CMPC	-	Custo médio ponderado do capital
Dim	-	Dimensão da empresa
EC	-	Estrutura de capital
EL	-	Euronext Lisbon
End	-	Rácio de endividamento
Liq	-	Liquidez
M&M	-	Modigliani e Miller ou Miller e Modigliani
OC	-	Oportunidades de crescimento
Pay	-	Rácio de payout
PD	-	Política de dividendos
PME	-	Pequenas e médias empresas
Rend	-	Rendibilidade do ativo
SABI	-	Sistema de Análise de Balanços Ibéricos
Tang	-	Tangibilidade
2SLS	-	Two-Stage Least Squares
3SLS	-	Three-Stage Least Squares

1. Introdução

A estrutura de capital (EC) de uma determinada empresa revela como está dividido o financiamento da empresa, subdividindo-se no capital próprio e no capital alheio, consoante as decisões dos administradores, enquanto que a política de dividendos (PD) é traduzida por um conjunto de decisões da administração relativas à distribuição, ou não, dos resultados obtidos pelas mesmas. Relativamente à EC, os gestores estão constantemente à procura de uma EC ótima que maximize o valor da empresa e diminua o custo médio ponderado do capital (CMPC). Considerando a PD, os gestores visam descodificar qual o rácio de *payout* ótimo a praticar, de forma a maximizar o valor da empresa e a garantir a satisfação dos acionistas.

As temáticas suprarreferidas têm sido alvo de estudo intensivo nas últimas décadas. Muitos foram os estudos teóricos e empíricos nas duas áreas e, até hoje, conclusões concretas, nenhuma. Daí, resulta a necessidade de estudar incessantemente estes assuntos uma vez que não há consonância relativamente às conclusões obtidas.

Atualmente, estas decisões são vistas como independentes uma da outra, isto é, as decisões tomadas na EC não afetam a PD, nem vice-versa. Nessa linha de pensamento, surgiu a necessidade de elaborar um trabalho que, não só investigasse os determinantes de ambas as políticas, como também averiguasse se existe uma relação entre as duas temáticas, como ficou comprovado nos estudos de Kim *et al.* (2007) e de Abbas *et al.* (2016).

Em Portugal, tanto quanto é do nosso conhecimento, a questão da relação entre a EC e a PD não tinha sido abordada, justificando uma análise deste tema no contexto económico e empresarial português. Nessa linha de pensamento, é feita uma análise deste assunto, tendo por base as sociedades não financeiras da *Euronext Lisbon* (EL) para o período compreendido entre 2010 e 2016.

Os principais resultados permitem concluir, conforme esperado, que a teoria que melhor descrevia as decisões relativas à EC das sociedades não financeiras da EL é a teoria da *pecking order*. Relativamente à PD, os resultados permitiram concluir que a hipótese da irrelevância dos dividendos não é verificada, uma vez que o rácio de *payout* é positivo e significativamente influenciado pela dimensão e pela rendibilidade. Por fim, não foi encontrada evidência que permitisse afirmar a existência de uma relação entre a EC e PD para a amostra considerada.

O trabalho está estruturado de acordo com a seguinte ordem: no capítulo 2 será apresentada uma breve revisão da literatura sobre a EC e a PD, bem como da relação entre as mesmas; no capítulo 3 será apresentada a metodologia a seguir no estudo, começando pela definição das hipóteses, seguindo-se a caracterização da amostra, depois o modelo formulado e, por fim, a definição das variáveis no estudo; no capítulo 4 são apresentados os resultados obtidos; no capítulo 5 são apresentadas as conclusões.

2. Revisão da Literatura

Neste ponto é apresentada uma breve revisão da literatura sobre a EC, passando de seguida a apresentar um resumo da principal literatura que versa sobre a PD. Por fim, analisa-se a relação entre a EC e PD.

2.1. Estrutura de Capital

A EC sempre foi uma componente empresarial que motivou discussão. Se, por um lado, na presença de impostos, a contração de dívida gera um benefício fiscal, por outro, o autofinanciamento permite uma gestão mais folgada, associada a uma maior autonomia financeira e a um risco financeiro menor. Esta temática tem gerado alguma controvérsia, nomeadamente por ainda não se ter desenvolvido um modelo que permita determinar a “estrutura ótima” de capital, tornando-se difícil encontrar um consenso na comunidade académica.

Nesta secção serão apresentadas, sucintamente, algumas das teorias clássicas, como a de Modigliani e Miller (doravante designados por M&M), a teoria da agência, a abordagem *trade-off*, a teoria da *pecking order* e a teoria da sinalização¹. Por fim, são apresentados alguns estudos empíricos realizados com esta temática, tendo como objetivo perceber qual ou quais as teorias que melhor explicam a tomada de decisão, em relação às políticas de EC assumidas pelas empresas, tendo em consideração o contexto empresarial e económico onde estas se inserem.

2.1.1. Teoria de Modigliani e Miller

M&M (1958) serão, provavelmente, os pioneiros das teorias relacionadas com a EC. Considerando um contexto de mercado de capitais perfeitos, os autores assumiram vários pressupostos no desenvolvimento do seu trabalho, de entre os quais se destacam os seguintes:

- As condições de endividamento são idênticas para investidores particulares e empresas;
- Inexistência de impostos, custos de transação, falência e agência;

¹ Existem outras teorias relacionadas com a EC, como a do *market timing* ou as finanças comportamentais, que não serão abordadas, dado que não se inserem no âmbito deste trabalho.

- As empresas estão classificadas em diversos grupos segundo a relação rendibilidade/risco;
- Inexistência de assimetria de informação.

Estes formam a base para o desenvolvimento de um modelo que lhes permitiu descrever o comportamento relativo ao endividamento das empresas, construindo três proposições que sustentam a teoria.

Proposição I: O valor de mercado de qualquer empresa é independente da sua EC, ou seja, nenhuma EC é melhor que outra para os acionistas das empresas;

Proposição II: A taxa de rendibilidade do capital próprio de uma empresa endividada é igual à de uma empresa não endividada acrescida de um prémio de risco relacionado com o rácio de endividamento, dado que a um aumento no rácio de endividamento, está associado um aumento do risco financeiro, e consequentemente, uma rendibilidade exigida pelos acionistas superior, de modo a ponderarem o respetivo aumento de risco. Assim, o custo do capital próprio é proporcional ao nível de endividamento das empresas;

Proposição III: O CMPC, ou seja, a taxa de atualização a utilizar em novos investimentos é independente da política de financiamento da empresa.

Na sequência de diversas críticas de outros autores, dado que alguns pressupostos não retratavam a realidade, como, por exemplo, a ausência de impostos, os autores suprarreferidos reestruturaram o seu modelo inicial, desta feita integrando os impostos, mantendo todos os outros pressupostos (M&M, 1963), e concluíram que, na presença de impostos, o valor das empresas de facto depende da EC, dado que o financiamento através de capital alheio proporciona um benefício fiscal, que não é conseguido através do financiamento com recurso ao capital próprio, dado que o primeiro implica o pagamento de juros, que são fiscalmente dedutíveis. Consequentemente, os autores adaptaram as proposições anteriormente definidas, agora para um contexto de presença de impostos.

Proposição I: Na presença de impostos, o valor de uma empresa endividada é igual ao valor de uma empresa não endividada, acrescido do valor atual do benefício fiscal;

Proposição II: Na presença de impostos, a rendibilidade do capital próprio continua a ser proporcional ao nível de endividamento, contudo, passa a considerar o efeito da poupança de impostos sobre o pagamento de juros;

Proposição III: Com impostos, o custo do capital alheio é influenciado pelo efeito do benefício fiscal, permitindo à empresa reduzir o CMPC quando da utilização de capital alheio.

Apesar dos benefícios fiscais associados ao endividamento, os autores referem que existe um limite para o endividamento, dado que a partir de um determinado nível de endividamento, surgem alguns problemas financeiros que influenciam o valor da empresa em sentido negativo, como sejam os custos de agência e os custos de insolvência.

2.1.2. Teoria da Agência

Jensen e Meckling (1976) referem que as relações empresariais funcionam à base de contratos entre o principal (acionista) e o agente (gestor). O principal tem como objetivo a maximização da sua riqueza, ou seja, a maximização do valor da empresa, mas como muitas vezes não pertence aos órgãos de gestão das empresas, delega nos gestores as tomadas de decisão para atingir este fim. No entanto, o agente possui interesses próprios, que podem não ser os mesmos do principal, havendo probabilidade de os objetivos em questão serem incompatíveis, originando conflitos entre as partes. A tentativa de reduzir estes conflitos acarreta certos custos, definidos como custos de agência.

Estes autores identificaram dois tipos de custos de agência: custos de agência do capital próprio, que resultam dos conflitos entre acionistas e gestores; e custos de agência do capital alheio, associados aos conflitos entre credores e acionistas.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), uma forma de diminuir os custos de agência do capital próprio passa por recorrer ao endividamento, dado as obrigações daqui decorrentes permitirem simultaneamente reduzir os fluxos de caixa disponíveis na empresa para as mordomias dos gestores, e relançar a expansão da empresa, aumentando o seu valor e reconciliando os interesses, quer dos acionistas, quer dos gestores.

Nesse sentido, as decisões que visam solucionar os conflitos acima descritos, revelam-se preponderantes na definição da EC. Aumentar o rácio de endividamento pode auxiliar a diminuir os conflitos entre acionistas e gestores, uma vez que, associado ao endividamento, está um benefício fiscal que potencia o aumento do valor da empresa e, desta forma, existe um menor valor de fluxos financeiros à disposição dos gestores para atingir os seus objetivos e, nessa linha de pensamento, também existem menos fundos disponíveis para

serem distribuídos aos acionistas sob a forma de dividendos, um consenso que agradará ambas as partes do conflito e que permitirá reduzir o custo de agência do capital próprio.

Os custos de agência da dívida resultam dos conflitos de interesse entre acionistas e credores, pois os primeiros podem vir a sub-investir, e levarem a cabo procedimentos que resultarão num mau desempenho operacional, com o objetivo de transferirem uma parte substancial da riqueza da empresa a seu favor, sobretudo quando esta se encontra demasiadamente endividada. Desta forma, os acionistas substituem investimentos de baixo risco por investimentos de maior risco e superiores taxas de juro. Por outro lado, se os investimentos não gerarem riqueza para a empresa, acionistas e credores suportarão os custos daí resultantes, com claros prejuízos para os credores, uma vez que a responsabilidade dos acionistas é limitada.

Na vertente de conflitos entre credores e acionistas, a renegociação da dívida poderá ser uma opção que diminui os custos associados aos mesmos. Num cenário de falta de confiança entre credores e acionistas, os credores sentem-se incentivados a criar defesas de forma a salvaguardar a sua instituição, procurando obter garantias de que a empresa respetiva cumprirá as suas responsabilidades.

Perante estas situações, os credores tomam determinadas medidas, nomeadamente a não concessão de empréstimos adicionais, aumentam o custo de empréstimos futuros a fim de compensarem o aumento de risco que lhe está inerente, e tendem a incluir cláusulas protetoras nos contratos de empréstimo que limitem a capacidade de a empresa alterar significativamente os riscos operacionais e financeiros.

2.1.3. Abordagem *Trade-Off*

A abordagem *trade-off* surge como uma associação entre as conclusões da teoria de MM e da teoria da agência. Se por um lado, o endividamento proporciona um benefício fiscal; por outro lado gera problemas que podem acarretar custos, como sejam os custos de agência e os custos de insolvência.

Os custos de insolvência ocorrem caso a empresa apresente dificuldades em honrar os seus compromissos junto dos credores, pelo que esta probabilidade aumenta com o grau de endividamento.

De acordo com a teoria *trade-off*, enquanto os custos de falência desincentivam níveis elevados de endividamento, os benefícios fiscais motivam o recurso a endividamento.

Desta forma, o valor da empresa será obtido pelo equilíbrio dessas duas forças, através da determinação do rácio de endividamento ótimo, que permita maximizar o valor de mercado da empresa e, ao mesmo tempo, minimizar o CMPC. Assim, esta teoria aponta para a existência de um nível de endividamento ótimo.

Myers (1984) refere que atingir a relação ótima entre as duas variáveis não é fácil, e que o objetivo passa por ir substituindo o capital alheio pelo capital próprio e vice-versa, até ao ponto em que o valor da empresa seja maximizado e concluiu que, segundo esta abordagem, empresas com maior rentabilidade apresentam argumentos mais válidos para se endividarem, visto terem mais capacidade para reembolsarem a dívida, maximizando desta forma o benefício fiscal recorrente da utilização de capital alheio.

2.1.4. Teoria *Pecking Order*

A teoria *pecking order* descreve uma hierarquia que espelha a preferência pelas diferentes fontes de financiamento por parte dos gestores, tendo por base os custos respetivos (Myers e Majluf, 1984). Analisando a EC das empresas, os autores verificaram que a maior parte das necessidades de financiamento de empresas não financeiras eram satisfeitas com recurso ao financiamento interno (autofinanciamento). Assim, concluíram que em primeira instância, as empresas recorrem ao financiamento interno e tendem a adaptar os rácios de distribuição de dividendos de forma a conciliar as oportunidades de crescimento, recorrendo apenas numa fase posterior, quando o autofinanciamento não é suficiente, ao financiamento externo. Quando recorrem a este, optam primeiro pelo endividamento, em segundo lugar por títulos híbridos e, por fim, pela emissão de ações, dado que esta é a fonte de financiamento mais onerosa.

Consequentemente, empresas mais rentáveis recorrem com menor frequência a financiamento que empresas menos rentáveis, dado que as primeiras possuem maior capacidade de autofinanciamento.

Em suma, a teoria *pecking order* argumenta que empresas mais rentáveis se endividam menos, enquanto a abordagem *trade-off* propõe que empresas mais rentáveis apresentam maior incentivo para se endividarem, existindo, pelo menos aparentemente, alguma incompatibilidade entre as teorias. Concluindo, enquanto a abordagem *trade-off* aponta para um rácio de endividamento ótimo, o mesmo não acontece no contexto da teoria *pecking order*.

2.1.5. Teoria da Sinalização

A teoria da sinalização (Ross, 1977) tem por base as assimetrias de informação que existem entre os intervenientes no mercado. Por um lado, os gestores das empresas têm acesso a informação privilegiada, em relação aos investidores, e tentam transmitir ao mercado essa informação de forma a, no geral, aumentar o valor da empresa. Por outro, esta transmissão de informação está associada a certos custos, facto que leva os administradores a sinalizar o mercado, no sentido de tentar alterar as expectativas em torno da rendibilidade esperada da empresa.

Segundo o autor, a emissão de dívida será interpretada pelos investidores como uma notícia favorável acerca da empresa, já que cria expectativas de que as empresas têm uma situação económica e financeira capaz de gerar fluxos financeiros suficientes para pagar os juros e reembolsar a dívida. Dessa forma, é expectável uma relação positiva entre o aumento de capital alheio e a cotação das ações, ou seja, o valor da empresa.

Por outro lado, o aumento de capital próprio tende a ser encarado pelo mercado com um sinal de que este está sobreavaliado, constituindo assim uma notícia desfavorável. Neste caso, o preço das ações tende a descer, face a uma nova emissão de ações.

2.1.6. Estudos Empíricos

Nesta secção serão apresentados alguns estudos empíricos que versam sobre a EC, bem como as principais conclusões obtidas.

Thippayana (2014) investigou a EC de 144 empresas com títulos cotados na bolsa da Tailândia, para o período compreendido entre 2000 e 2011. Para tal, o autor analisou a relação entre as variáveis dimensão, rendibilidade, tangibilidade, oportunidades de crescimento e o risco de negócio, e a variável dependente (endividamento). As únicas variáveis com capacidade para explicar o nível de endividamento foram a dimensão e a rendibilidade. O autor encontrou uma relação positiva e significativa entre a dimensão das empresas e o endividamento, pelo que, quanto maior for a dimensão da empresa, maior a sua capacidade de endividamento. O coeficiente da rendibilidade apresentou um sinal negativo, existindo evidência de que a relação entre a rendibilidade e o endividamento está de acordo com a teoria *pecking order*. No estudo, o autor concluiu que a teoria que melhor descreve a EC das empresas constantes na amostra é a *pecking order*. Já vários autores tinham chegado

à mesma conclusão, como sejam Daskalakis e Psillaki (2005), Klapper *et al.* (2006) e Vos e Shen (2007).

Milos (2015), elaborou um estudo com o objetivo de identificar qual a teoria que melhor descrevia as decisões relativas à EC. Para tal, recorreu a uma amostra de 50 empresas não financeiras com títulos cotados no mercado de capitais da Roménia, analisando um período de onze anos, entre 2003 e 2014. Para testar a relação existente entre as características das empresas e o endividamento, recorreu às seguintes variáveis explicativas: rendibilidade do ativo, dimensão, crescimento, tangibilidade e liquidez. O autor encontrou uma relação significativa e negativa entre a EC e o conjunto de variáveis abordadas, concluindo que existem evidências que suportem a teoria *pecking order*, uma vez que a relação negativa entre EC e rendibilidade sugere que empresas menos rentáveis optem por apresentar mais motivos para se endividarem do que empresas com maior rendibilidade que financiam internamente as suas atividades.

Mugoša (2015) analisou os determinantes da EC baseando-se numa amostra de 921 empresas de grande dimensão de vários países da Europa ocidental, para o período decorrente entre 2003 e 2010. Para tal, a autora analisou o endividamento em função da tangibilidade, rendibilidade do ativo, dimensão, investimento em bens de capital e o crescimento da empresa, sendo que todas as variáveis demonstraram ser significativas na explicação do endividamento. Os resultados desta autora permitiram encontrar evidências de suporte tanto para a teoria *pecking order* como para abordagem *trade-off*.

Com o mesmo objetivo, Güner (2016) analisou uma amostra constituída por 131 empresas com títulos cotados na bolsa de Istambul, para o período entre 2008 e 2014. O modelo elaborado pelo autor tinha como variáveis independentes as seguintes: dimensão, crescimento da empresa, benefícios fiscais não decorrentes da dívida (BFND), rendibilidade do ativo e liquidez. Todas as variáveis se relacionam negativa e significativamente com o endividamento, à exceção dos BFND, que não mostraram ter qualquer relação com o nível de endividamento. Face aos resultados encontrados, o autor concluiu que, apesar da teoria *pecking order* parecer aquela que melhor descreve as decisões de EC na Turquia, existem também indícios de alguma evidência da abordagem *trade-off*.

Mais recentemente, Thanh e Huong (2017) estudaram a EC nas empresas do Vietnam, analisando 228 empresas cotadas na bolsa de Ho Chi Minh, no período entre 2010 e 2014. Para analisarem os determinantes de EC consideraram como variáveis independentes

a rendibilidade do ativo, a tangibilidade, a dimensão, o crescimento, a liquidez e a estrutura acionista. Todas as variáveis se mostraram determinantes da EC, com exceção da tangibilidade. Dados os resultados obtidos, os autores concluíram que a teoria *pecking order* é a que melhor explica as decisões em relação à EC das empresas vietnamitas.

Ao longo dos últimos anos, vários foram os estudos levados a cabo no mercado português, tanto tendo por base amostras de empresas com títulos cotados em bolsa (Couto e Ferreira, 2010; Silva, 2013; Vieira, 2013, 2017), como amostras de pequenas e médias empresas (PME) não cotadas (Vieira e Novo, 2010; Matias e Serrasqueiro, 2017).

Couto e Ferreira (2010) estudaram as características da EC das empresas com títulos cotados na EL, cobrindo o período compreendido entre 2000 e 2007. Analisando a relação entre o nível de endividamento e a dimensão, a tangibilidade, oportunidades de crescimento, o risco de negócio, BFND, os resultados, o rácio de pagamento de dividendos e a rendibilidade das ações, os autores concluíram que as variáveis consideradas determinantes para o nível de endividamento são a dimensão, a tangibilidade, o risco de negócio, os BFND e os resultados. Das variáveis mencionadas, a relação entre o endividamento e as variáveis dimensão, tangibilidade, risco de negócio e BFND é positiva, enquanto a relação entre a variável dependente e os resultados é negativa, levando os autores a concluir que a teoria que melhor se enquadra para definir as decisões relativas à EC das empresas da amostra é a da *pecking order*.

Silva (2013) analisou o endividamento das empresas com títulos cotados na EL em função da rendibilidade do ativo, tangibilidade, dimensão, oportunidades de crescimento e BFND, para o ano de 2011. Apenas as variáveis rendibilidade e oportunidades de crescimento se mostraram significativas, sendo ambas negativas, o que permitiu encontrar alguma evidência capaz de suportar a teoria *pecking order*.

Vieira (2013) levou a cabo um inquérito, dirigido aos diretores financeiros de empresas portuguesas com títulos cotados em bolsa, com o intuito de analisar os seus pontos de vista sobre as decisões referentes à EC. De um modo geral, a autora encontrou suporte para as teorias *trade-off* e *pecking order*. Mais especificamente, os resultados indiciam que a natureza do negócio e o ciclo de vida das empresas são fatores importantes aquando da consideração da EC das empresas.

Uns anos mais tarde, Vieira (2017) analisou a relação entre o endividamento e a rendibilidade das empresas, considerando como amostras as empresas familiares com títulos

cotados na EL no período compreendido entre 1999 e 2014, tendo encontrado uma relação negativa entre a rendibilidade e o endividamento, o que é consistente com a teoria *pecking order*, bem como com os resultados obtidos por outros estudos levados a cabo no mercado português, como sejam os de Vieira e Novo (2010), Silva (2013) e Vieira (2013).

Vieira e Novo (2010) analisaram igualmente os determinantes da EC, mas considerando uma amostra composta por PME portuguesas, e não empresas com títulos cotados em bolsa, considerando o período compreendido entre 2000 e 2005. Os resultados obtidos pelos autores, e à semelhança de vários estudos, indicam que a teoria que melhor explica o comportamento das PME portuguesas no que diz respeito à sua EC é a teoria da *pecking order*.

Matias e Serrasqueiro (2017) analisaram a relação entre o endividamento e as seguintes variáveis: dimensão, tangibilidade, rendibilidade do ativo, oportunidades de crescimento e idade, considerando igualmente uma amostra de PME portuguesas, mas para um período mais recente que o do estudo anterior (2007 a 2011). Globalmente, os resultados sugerem que, à exceção das oportunidades de crescimento, as restantes variáveis são determinantes fiáveis na explicação das decisões relacionadas com a EC das PME portuguesas. Os autores concluíram que estas decisões estão mais próximas dos pressupostos da teoria *pecking order* do que da abordagem *trade-off*, contudo não são suficientes para explicar as decisões da EC das PME.

Resumindo, embora a maior parte dos estudos conclua que a teoria que melhor parece explicar as decisões quanto à EC das empresas seja a teoria *pecking order*, não existe consenso quanto a esta temática, nem um modelo que possa ser usado de forma generalizada, daí que continua a ser uma temática explorada por muitos autores.

Depois de tantos anos, a questão de Myers (1984, p. 575) mantém-se válida: “*How do firms chose their capital structures?*” Again, the answer is, “*We don’t know*,”.

2.2. Política de Dividendos

A PD, assim como a EC, tem sido alvo de estudo intensivo e, também, sem conclusões definitivas, sendo que ainda não se chegou a uma conclusão acerca da PD ótima das empresas, assim como acontece em relação à EC. Poderíamos pensar que temos simplesmente de responder a duas questões: “Distribuir ou não dividendos?” e, se sim, “Qual o valor de resultados a distribuir?”. Na verdade, as questões aparentam ser de cariz simples,

mas são de grande complexidade, já que as decisões pressupõem a maximização do valor da empresa e, conseqüentemente, da riqueza dos acionistas, assim como a obtenção de um equilíbrio entre três decisões empresariais: política de investimento, política de financiamento e PD.

Neste momento, não existindo um modelo que determine o nível ideal de dividendos a distribuir, será abordada a hipótese de irrelevância de M&M (1961) e depois alguns fatores que influenciam positiva ou negativamente a PD, como os impostos, o efeito clientela, a incerteza e a falácia do “pássaro na mão” e, por fim, a sinalização, complementando com estudos empíricos que permitam identificar quais os determinantes que apresentam maior relevância na PD.

Tal como a EC, também a PD continua a ser como um *puzzle* cujas peças não encaixam devidamente, tal como referiu Black (1976, p. 5): “*The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together.*”.

2.2.1. A hipótese da irrelevância de Miller e Modigliani

M&M (1961), partindo novamente do pressuposto de um mercado de capitais perfeito, comportamento racional do investidor e a inexistência da incerteza, começaram por questionar acerca da melhor forma de financiar o investimento: reduzindo os dividendos e depender dos resultados retidos, ou aumentar os dividendos emitindo ainda mais ações? Teoricamente, as duas opções deveriam resultar na mesma solução já que a PD não afeta o preço das ações, uma vez que o valor da empresa num determinado intervalo temporal é independente do dividendo distribuído nesse exercício. Nesse sentido, os autores concluíram que, dada a política de investimento de uma empresa, a PD definida pela mesma não afeta o preço atual das ações nem a rentabilidade total dos acionistas.

2.2.2. Impostos

A influência dos impostos na PD existe porque, em termos gerais, as diferentes formas de distribuição de dividendos, estão associadas a taxas de imposto diferentes. Na verdade, este é um problema transversal a todos os sistemas fiscais, dado que estes não apresentam condições de perfeita neutralidade, beneficiando algumas políticas em detrimento de outras. Este é o caso dos dividendos e das mais-valias, estando os dividendos, geralmente associados

a uma taxa de imposto superior à das mais-valias, existindo uma preferência teórica para as mais-valias².

Neste contexto, a hipótese da irrelevância dos dividendos (M&M, 1961) seria muito criticada por outros autores, dado que, esta irrelevância, só é verificada num contexto de mercado de capitais perfeito, que não se adequa à realidade. De facto, os impostos revelam ser um fator de preponderância elevada na PD das empresas e, consequentemente, no valor das mesmas. Nesse sentido, M&M (1963) reformularam o seu trabalho original, incluindo o fator impostos e concluíram que, na presença deste fator, as empresas tendem a manter uma distribuição de dividendos moderada.

Farrar e Selwyn (1967) debruçaram-se sobre o efeito que os impostos exerciam nas decisões relativas à PD, no sentido de cumprir dois objetivos estipulados: o de estudar o efeito no investimento de diferentes estruturas fiscais e o de contribuir para o desenvolvimento da temática num ambiente mais próximo da realidade, no que diz respeito à tributação empresarial, pessoal e ganhos de capital. Os autores elaboraram quatro casos, começando pelo mundo sem impostos, como M&M (1961). No segundo caso, integram, os impostos aplicados à empresa, enquanto posteriormente, consideram os impostos pessoais e os associados aos ganhos de capital. Finalmente analisam o caso em que consideram conjuntamente as taxas de imposto aplicadas a dividendos, empresas e aos ganhos de capital.

No primeiro caso, num mundo sem impostos, dividendos e ganhos de capital podem ser substituídos um pelo outro, sem custos adicionais, consoante as decisões dos acionistas. A decisão de distribuir dividendos ou reter resultados para reinvestimento não deverá ser repercutida nas oportunidades de investimento pessoais do acionista, logo, não afetará o valor de mercado das ações da empresa nem o CMPC, corroborando a hipótese da irrelevância de M&M (1961).

No caso dois, os autores decidiram integrar a taxa de imposto aplicada às empresas. A integração destes impostos implica uma mudança no paradigma dos impostos, dado que, agora, dividendos e ganhos de capital já podem ser considerados substitutos. Ainda assim, na presença de impostos aplicados à empresa, a forma de distribuição dos resultados aos acionistas, não afetará o valor de mercado das suas ações.

² Contudo, as taxas de imposto sobre dividendos e mais valias têm-se aproximado nos últimos anos, em vários países. É o caso de Portugal, em que, atualmente, as taxas são iguais.

Na terceira abordagem, os autores retiram a taxa de imposto aplicada às empresas e integram os impostos aplicados aos dividendos e aos ganhos de capital. Assumindo que a taxa associada aos dividendos é superior à dos ganhos de capital, concluíram que uma empresa que pague dividendos neste ambiente, estará a aumentar a responsabilidade fiscal do investidor, assim como a reduzir os ganhos pessoais relativos a um fluxo de resultados.

Por fim, numa tentativa de estimar um modelo que se aproxime o máximo da realidade possível, incluem os três tipos de impostos abordados anteriormente: empresariais, pessoais e ganhos de capital e, devido à diferença entre taxas de impostos de dividendos e ganhos de capital (a primeira é superior à segunda), encontraram evidência de que o critério que proporciona maior rendibilidade é o que está sujeito a uma tributação menor, neste caso, os ganhos de capital.

Brennan (1970) centra a sua atenção nos impostos dos investidores, como forma de complementar o contributo de M&M (1963), afirmando que no seu trabalho, estes autores ignoraram os impostos aplicados aos investidores individuais. O seu objetivo foi o de expandir a sua análise, ao integrar os efeitos das características da estrutura de imposto pessoal que é relevante para o valor da empresa. Assim como Farrar e Selwyn (1967), este autor defende que será sempre ideal para a empresa aplicar os resultados residuais na recompra de ações, enquanto a taxa de imposto dos investidores sobre dividendos exceder a taxa de imposto dos investidores sobre aumentos de capital. Com uma versão primária do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), este autor defendia a existência de uma taxa efetiva da rendibilidade do mercado e que se esta fosse aproximadamente zero, a taxa de imposto do investidor individual não alteraria os postulados de M&M (1963). No entanto, no caso de a taxa efetiva da rendibilidade de mercado ser diferente de zero, a existência deste tipo de impostos teria influência nas PD praticadas pelas empresas.

No entanto, vários estudos empíricos sugerem que os impostos sobre dividendos não são importantes para o valor de uma empresa ((Miller e Scholes, 1982); (Auerbach e Hassett, 2003)). Assim, os investidores serão indiferentes a uma escolha entre dividendos e ganhos de capital, pelo que existirão outros fatores que influenciam a PD das empresas.

2.2.3. Efeito Clientela

Empresas que adotem uma estratégia de um rácio de *payout* estável a longo prazo atraem o tipo de investidor que privilegia essa estratégia. Este princípio está refletido no

chamado “efeito clientela”, que define que existem investidores atraídos por distribuições elevadas de dividendos, assim como os que optam por distribuições menores privilegiando os ganhos de capital.

O efeito clientela surge pela existência dos impostos no contexto financeiro. Como já referido anteriormente, os sistemas fiscais não proporcionam total neutralidade entre os seus intervenientes, beneficiando algumas PD em detrimento de outras. Os investidores tendem a procurar empresas que pratiquem a política que, por motivos fiscais, lhes proporcione maior rendibilidade. Este efeito divide os investidores em grupos, existindo quem tenha preferência por dividendos elevados e quem opte por dividendos reduzidos. Logo, as decisões relativas à PD das empresas devem ter em consideração a clientela inerente à PD praticada, assim como as suas preferências relativamente à distribuição de dividendos.

Masulis e Trueman (1988) exploram as implicações de diferentes tributações a nível pessoal relativas a decisões de distribuição de dividendos e de investimento, constatando que a preferência, por parte de um investidor, num determinado ativo financeiro, depende da sua categoria fiscal e da rendibilidade associada ao ativo. Os autores encontraram evidência de que a tomada de decisão do investidor está relacionada com a categoria fiscal em que o mesmo se insere.

Nesse sentido, é comprovado que os investidores concordam unanimemente que o recurso ao financiamento externo deve apenas acontecer caso aumente o valor de mercado da empresa. Quanto a políticas de financiamento interno, a decisão dos acionistas depende da categoria fiscal em que os mesmos se inserem. Se a empresa não estiver autorizada a investir em títulos financeiros, só existirá concordância, caso os acionistas estiverem inseridos na mesma categoria fiscal. Caso contrário, acionistas com taxa de imposto reduzido preferem um investimento menor e, por isso, uma maior distribuição de dividendos do que os acionistas com elevadas taxas de tributação pessoal. No entanto, quando o investimento em títulos financeiros é autorizado, a discordância entre acionistas diminui.

Pettit (1977) elaborou um estudo empírico com o objetivo de desmistificar a preferência, dos investidores individuais, por dividendos ou ganhos de capital, consoante as diferenças relativas à tributação de ambos. Num modelo que visava observar as variações no *dividend yield*, através de variáveis explicativas como a idade do investidor, o rendimento do investidor e a taxa de imposto associada aos dividendos, o autor constatou que o modelo

desenvolvido explicava uma percentagem elevada da variação do *dividend yield* e concluiu que existe um efeito de clientela significativo.

No entanto, nem todos os estudos encontram evidência capaz de suportar, pelo menos de forma forte, a hipótese do efeito da clientela, como sejam os trabalhos de Lewellen *et al.* (1978), Koski e Sruggs (1998) e Zeng (2003).

2.2.4. Falácia do “pássaro-na-mão”

A combinação entre a certeza associada aos dividendos face à incerteza associada aos ganhos de capital dá origem à denominada falácia do “pássaro-na-mão”. Tendo em conta o princípio do valor temporal do dinheiro, é lógico que os acionistas tendam a preferir dividendos, uma vez que estes são recebidos no momento atual, em detrimento dos ganhos de capital, que são recebidos numa data futura e cujo valor dependerá das oscilações das cotações das ações no mercado. Em suma, os dividendos são um fluxo atual e certo, enquanto os ganhos de capital representam um fluxo futuro e incerto. A falácia do “pássaro-na-mão” defende que os acionistas preferem uma distribuição elevada dos dividendos, por esta ser uma fonte de rendimento segura, ao contrário dos ganhos de capital, devido à incerteza associada ao valor das ações.

Para Gordon (1959), quando um investidor decide adquirir uma ação de uma determinada empresa, ele está a comprar uma das três hipóteses: os dividendos, os resultados ou os resultados e os dividendos. Este autor constatou que a incerteza relativamente à distribuição de resultados via ganhos de capital aumentava com o aumento da distância temporal até à decisão ser aplicada. Perante este cenário, o autor encontrou evidência de que o investidor, para não se expor ao risco associado à incerteza, terá preferência pela componente certa no momento atual do que a incerta no momento futuro, preterindo assim os ganhos de capital em relação aos dividendos.

2.2.5. Teoria da Sinalização

A assimetria de informação ocorre devido ao facto de os vários *stakeholders*, de uma determinada empresa, não possuírem a mesma informação, sendo esta assimétrica e imperfeita. Nesse sentido, agentes internos, como os gestores, possuem informação mais rigorosa e detalhada do que agentes externos, como os acionistas. Desta imperfeição do mercado nasce a teoria da sinalização com base no argumento de que as decisões tomadas

pela administração da empresa, entre elas a PD, são indicadores que evidenciam o estado da empresa, sinalizando aos investidores o sentido evolutivo da mesma.

Bhattacharya (1979) estudou a sinalização que os dividendos transmitiriam para o mercado e concluiu que estes sinalizavam informação acerca dos fluxos de caixa esperados, encontrando evidência de que as empresas optam por pagar dividendos, apesar destes terem um imposto associado superior ao dos ganhos de capital, uma vez que a distribuição de dividendos é encarada como indicador dos fluxos de caixa futuros.

Através do seu modelo, o autor constatou que as decisões tomadas em torno dos dividendos transmitiriam informação que tinha peso na decisão dos acionistas, ou seja, tinha influência na perspectiva que os investidores detinham sobre o crescimento da empresa, concluindo que o mercado tinha duas possíveis reações ao anúncio dos dividendos distribuídos naquele exercício. Caso existisse um aumento de dividendos, detetava-se um aumento no preço das ações e, no caso de uma diminuição, o preço das ações também acompanharia esta tendência, dado que a primeira situação é vista como uma notícia favorável e a segunda como uma notícia negativa.

Miller e Rock (1985), assumindo a existência de assimetria de informação, estudaram a PD, assim como a de financiamento e a de investimento. Nesse sentido, os autores encontraram evidência de que o anúncio de dividendos proporciona aos intervenientes no mercado informações que lhes permitem especular sobre o estado da empresa, nomeadamente a nível dos resultados e, conseqüentemente, aumentar o valor de mercado da empresa, ou diminuir, consoante seja anunciado um aumento ou uma diminuição de dividendos. Os autores afirmam ainda que os dividendos como elementos de sinalização farão sentido em empresas com evolução financeira favorável, e não em empresas com expectativas de declínio. Para as empresas em crescimento, o custo de sinalização é suportável, no sentido de evitar transmitir ao mercado a falsa impressão de que os resultados não foram suficientemente bons para justificar o dividendo.

John e Williams (1985) desenvolveram um modelo que considera que a sinalização de informação privilegiada existe e é espelhada através da distribuição de dividendos e da emissão de novas ações, encontrando evidência que suporta as conclusões de Bhattacharya (1979) e de Miller e Rock (1985). A dividendos elevados (reduzidos) estão associados preços de ações superiores (inferiores), *ceteris paribus*.

Os agentes internos declaram um dividendo se, e só se, a exigência por dinheiro, a nível pessoal e empresarial, por parte dos acionistas, for superior à capacidade da empresa se financiar internamente, sendo que esta condição de sinalização apresenta três implicações. Em primeiro lugar, existem empresas que distribuem dividendos, outras não. Seguidamente, empresas que distribuem dividendos também emitem novas ações. Por fim, empresas que distribuem dividendos, têm clientelas de acionistas que procuram fluxos de caixa distribuídos no momento atual.

Por fim, concluíram que, existe um nível de distribuição ótima de dividendos, uma vez que a relação entre os dividendos e o crescimento é positiva, sendo negativa relativamente à taxa de imposto e à capacidade de autofinanciamento. Desta forma, a administração da empresa tende a aumentar a distribuição de dividendos até ao nível em que a receita marginal proveniente desta medida se verifique no preço das ações e corresponda ao custo marginal associado à distribuição de dividendos.

2.2.6. Estudos Empíricos

Nesta secção serão apresentados alguns estudos empíricos que incidem sobre os determinantes que influenciam as tomadas de decisão relativamente à PD, assim como as principais conclusões obtidas.

Lintner (1956) foi dos primeiros autores a analisar empiricamente a questão da PD. Com o objetivo de clarificar conceitos e ideias acerca da PD nos Estados Unidos, o autor fez entrevistas aos diretores financeiros de 28 empresas. Dessas 28 empresas, 2 delas procuravam sempre distribuir dividendos com base num *payout* fixo, independentemente da situação financeira da empresa. Das 26 restantes, 22 das empresas observadas consideravam ajustar os dividendos ano após ano, baseando-se na distribuição do dividendo do exercício anterior, enquanto as outras 4 procurariam fazer ajustamentos apenas a cada dois ou três anos.

Tendo em conta as respostas dos diretores financeiros acerca das preferências dominantes na tomada de decisão relativa aos dividendos, e analisando o período compreendido entre 1918 e 1941, Lintner propôs um modelo estatístico que permitisse determinar a variação dos dividendos das empresas. De acordo com o modelo, a variação dos dividendos depende de um rácio de *payout* objetivo (a atingir a médio e longo prazo, de forma sustentável), dos resultados por ação transatos e do dividendo distribuído no exercício

anterior. O modelo era explicativo da PD das empresas a um nível de 85%, tendo em conta a amostra e o número de anos analisados.

O autor conclui ainda que existe relutância por parte das empresas em realizar variações não sustentáveis a nível de *payout*, uma vez que a reação do mercado se prende mais com a variação dos dividendos do que com o valor do montante a distribuir.

Nessa linha de pensamento, M&M (1961) concordaram, afirmando que quando uma empresa altera um rácio de pagamento de dividendos, após um período longo de um *payout* estável, os investidores associam-na a uma mudança de perspetiva da gestão da empresa em relação aos rendimentos futuros, atuando em consonância com essa alteração.

Brav *et al.* (2005), desenvolveu um inquérito, que dirigiram a gestores financeiros dos EUA, com o intuito de perceber quais os fatores que estes consideram determinantes aquando da definição da PD, concluindo que os gestores apresentam relutância em aumentar dividendos que não possam ser sustentados ao longo do tempo, suavizam o pagamento de dividendos para evitar o risco da diminuição de dividendos e que se preocupam mais com a variação dos dividendos, do que com o nível destes, o que é consistente com os resultados de Lintner (1956).

Archbold e Vieira (2010) recorreram igualmente ao método do questionário, mas neste caso dirigido a diretores financeiros do Reino Unido e de Portugal, dado que pretendiam analisar se existem diferenças na definição da PD em mercados com características diferentes, nomeadamente no que se refere ao desenvolvimento do mercado de capitais, proteção dos acionistas e concentração de capital, sendo o Reino Unido um mercado de capitais mais desenvolvido, com maior proteção dos acionistas e menor concentração de capital. De facto, os autores encontraram evidência de que existem diferenças na definição da PD por parte dos diretores financeiros dos dois países, já que foi encontrada evidência de um efeito de sinalização significativo no Reino Unido, mas não em Portugal, bem como evidência de que os diretores financeiros do Reino Unido se preocupam mais com a estabilidade dos dividendos e são mais renitentes em relação à diminuição dos dividendos, sendo o alisamento dos dividendos maior neste mercado. No entanto, foram também encontrados resultados semelhantes, já que os autores não encontraram evidência para a hipótese de agência nem para a relevância do fator fiscal na determinação da PD nos dois mercados.

A não evidência do fator fiscal como determinante para a PD foi igualmente verificada por autores que analisaram o mercado americano, como sejam Miller e Scholes (1982) e Auerbach e Hassett (2003). Os resultados relacionados com a teoria da agência estão em consonância com o estudo de Borokhovich *et al.* (2005), cujos autores não encontraram evidência de que o aumento de dividendos reduz os custos de agência. Contudo, não vão ao encontro de estudos que encontraram evidência da teoria da agência, como sejam os trabalhos de La Porta *et al.* (2000) e Wang e Nanda (2011).

Além dos estudos levados a cabo nos mercados dos EUA e do Reino Unido, vários são os estudos levados a cabo em mercados emergentes.

Kumar (2006) centrou-se na análise da relação entre a estrutura acionista e o rácio de *payout*, considerando o período compreendido entre 1994 e 2000 e uma amostra constituída por todas as empresas do sector industrial da bolsa de valores de Bombaim, contendo 2.575 empresas. Propuseram um modelo para explicar a distribuição de dividendos em função do dividendo do período anterior, dos resultados atuais e do período anterior, do rácio de endividamento, do crescimento e da percentagem de ações detida por cada categoria de investidores: externos, institucionais, empresas e administradores. O rácio de endividamento apresentou uma relação negativa e significativa com a distribuição de dividendos, enquanto o crescimento, os dividendos transatos, os resultados atuais e do período anterior, influenciam a distribuição de dividendos de forma positiva e significativa. Os autores encontraram evidência de que a estrutura acionista é um fator influente na PD, mas que a relação é diferente consoante a classe acionista.

Kouki e Guizani (2009) analisaram a influência da estrutura acionista na PD de empresas tunisinas, com uma amostra composta por 18 empresas financeiras e 11 empresas do setor industrial. Tendo por base o período compreendido entre 1995 e 2001, os autores ajustaram vários modelos e o que apresentou maior percentagem de explicação dos dividendos distribuídos tinha como variáveis independentes as seguintes: oportunidades de crescimento, fluxos de caixa, dimensão e a percentagem do capital próprio detida pelos acionistas institucionais. Concluíram que quanto maior a percentagem de acionistas institucionais, menor era o valor de dividendos distribuído. A dimensão também apresentava uma relação negativa e significativa com a PD praticada pelas empresas. No entanto, os fluxos de caixa e as oportunidades de crescimento demonstraram ter uma relação positiva

com o nível de distribuição de dividendos, concluindo que a PD não é irrelevante, mas sim um reflexo das preferências dos acionistas majoritários.

Ranti (2013) analisou os determinantes da PD, selecionando uma amostra de 50 empresas com títulos cotados na bolsa da Nigéria e analisando o período entre 2006 e 2010. A autora considerou o rácio *payout* como variável dependente e como variáveis independentes a rentabilidade do capital próprio, a dimensão, o endividamento e a independência da administração da empresa. O rácio de endividamento evidenciou uma relação significativa e positiva com o rácio *payout*, enquanto os outros fatores revelaram uma relação significativa e positiva. Assim, a autora concluiu que empresas com risco financeiro maior e mais endividadas vão optar por distribuir dividendos menores.

Kaźmierska-Jóźwiak (2014) analisou os pagamentos de dividendos em 45 empresas não financeiras com títulos cotados na bolsa de Varsóvia, no período compreendido entre 2002 e 2012, estudando quais os fatores que influenciariam as decisões de distribuição de dividendos. Para tal, o autor construiu um modelo cujas variáveis independentes são o endividamento, a liquidez, a rentabilidade do capital próprio, a dimensão da empresa e o risco do negócio. Os determinantes risco de negócio e dimensão da empresa não são estatisticamente significativos, enquanto os restantes evidenciaram uma relação negativa e significativa com os dividendos distribuídos. O autor concluiu que as empresas mais rentáveis utilizam os resultados retidos como fontes de capital e têm menor propensão a distribuir dividendos e que empresas com elevados rácios de endividamento também apresentam menor tendência para distribuir dividendos. Nesse sentido, concluíram que os determinantes da PD da Polónia são semelhantes aos determinantes da PD de mercados desenvolvidos, como sejam os casos dos estudos de Kester (1986), Titman e Wessels (1988) e de Rajan e Zingales (1995).

Labhane e Mahakud (2016) analisaram a tendência e os determinantes relativos à PD na Índia. Focando-se no período entre 1994 e 2013, os autores selecionaram as empresas indianas que, continuamente, distribuíram dividendos no período referenciado, perfazendo um total de 240 empresas. Consideraram dois modelos, utilizando como variáveis dependentes o *payout* e o *dividend yield*, em que as oportunidades de crescimento, o rácio de endividamento, os fluxos de caixa, a tangibilidade, o risco de negócio, o ciclo de vida, a dimensão, a rentabilidade do ativo, os impostos associados aos dividendos e a liquidez integravam o leque das variáveis independentes. Assim como constatou Kumar (2006), a

relação entre a PD e o endividamento é negativa e significativa. Por outro lado, concluíram que os fluxos de caixa não são estatisticamente significativos e que empresas com maior dimensão, rendibilidade, idade e liquidez distribuem mais dividendos, e que empresas com elevado rácio de endividamento, risco de negócio e oportunidades de investimentos distribuem menos dividendos.

Em Portugal, esta temática tem-se revelado objeto de estudo intensivo. Ao longo da última década, tendo por base amostras de empresas com títulos cotados em bolsa, vários são os estudos publicados com o objetivo de perceber como tem evoluído a PD no mercado português, bem como quais os seus determinantes.

Ribeiro (2010) teve como objetivo contribuir para o desenvolvimento do conhecimento empírico acerca das decisões de PD, analisando um conjunto de fatores que pudessem influenciar as mesmas, recorrendo a dados relativos a 2007. Tendo por base uma amostra de 38 empresas da EL, o autor desenvolveu um modelo cuja variável dependente são os dividendos por ação e as variáveis independentes são: resultado líquido por ação, fluxo de caixa, crescimento da empresa, autonomia financeira, rendibilidade do ativo, dividendo por ação do exercício anterior e cotação da ação. O resultado líquido por ação e o crescimento da empresa revelaram uma relação significativa e negativa com o dividendo por ação, enquanto o fluxo de caixa, a rendibilidade do ativo, a autonomia financeira e a cotação da ação têm uma influência significativa e de cariz positivo. Os dividendos por ação distribuídos no exercício transato não são estatisticamente significativos. Os resultados evidenciam que quanto maior o valor da ação, maior será a propensão para distribuir dividendos. Por outro lado, o autor conclui que não será um elevado valor de resultado líquido por ação que motivará uma distribuição de dividendos elevada, mas antes o fluxo de caixa gerado pela empresa, uma vez que, para pagar dividendos aos acionistas, é necessária a disponibilidade financeira da sua tesouraria.

Vieira *et al.* (2013) analisaram o impacto do anúncio da variação dos dividendos no preço das respetivas ações, assim como nos resultados futuros das empresas. Nesse sentido, analisaram três mercados europeus (Portugal, Reino Unido e França), cobrindo o período compreendido entre 2004 e 2010. Os autores, ao testar a estabilidade da PD, encontraram evidência que suporta a teoria de Lintner (1956) para os mercados de Portugal e do Reino Unido, concluindo que as empresas destes países apresentam uma política de dividendos estável. Ao analisar a relação entre o anúncio da variação dos dividendos e o desempenho

futuro das empresas, foi encontrada evidência deste efeito apenas para a amostra de Portugal. Por fim, verificaram ainda que existem algumas variáveis com capacidade para influenciar o rácio de distribuição de dividendos, como o resultado líquido, a rendibilidade do capital próprio e o endividamento, não podendo haver generalizações dado que as variáveis são distintas e dependentes da amostra analisada.

Fernandes e Ribeiro (2013) examinaram quais os fatores explicativos da PD praticada pelas empresas não financeiras e não desportivas com títulos cotados na EL, cobrindo o período económico entre 2009 e 2011. O modelo tinha como variável dependente o dividendo por ação e como independentes as seguintes: rendibilidade do ativo, estabilidade da PD, dimensão da empresa, crescimento da empresa, o risco associado à empresa e as oportunidades de investimento. Os resultados evidenciaram a existência de um efeito positivo dos fatores rendibilidade e estabilidade da PD, enquanto que o crescimento da empresa e o risco associado à mesma revelam ser significativos e de cariz negativo. As oportunidades de investimento e a dimensão da empresa não são estatisticamente significativos. O facto de o crescimento da empresa afetar negativamente o dividendo por ação sugere que empresas com dinâmicas de crescimento mais elevadas tendem a reter uma maior parcela dos seus resultados líquidos no intuito de autofinanciar o seu crescimento. Assim como Vieira *et al.* (2013), estes autores encontraram evidência de que o modelo de Lintner (1956) explica a distribuição de dividendos no mercado de capitais português, dado que os fatores rendibilidade e estabilidade da PD influenciam positivamente o rácio dividendo por ação e, nesse sentido, as empresas parecem dar prioridade à manutenção de uma PD estável.

Almeida *et al.* (2015) deram mais um contributo na compreensão do problema dos dividendos, cobrindo o período entre 1997 e 2011. Tendo por base os seguintes critérios: i) empresas que permaneceram consecutivamente cotadas em bolsa durante o período do estudo; ii) empresas que distribuíram dividendos em pelo menos um terço do período analisado, seguida ou interpoladamente; iii) exclusão da amostra de empresas de natureza financeira e desportivas; os autores selecionaram 12 empresas da EL que cumpriam os requisitos referidos e construíram um modelo cuja variável dependente foi o dividendo por ação. Como variáveis independentes, de um leque vasto de 43 variáveis, os autores selecionaram as que revelaram ser estatisticamente significativas para integrar o modelo: rácio de *payout* do exercício corrente e anterior, rendibilidade operacional, dimensão da

empresa (volume de negócios por ação e ativo por ação), valor de mercado (cotação da ação, capitalização bolsista e *dividend yield* do exercício anterior), *dividend yield*, resultado líquido por ação, resultado operacional, dividendo do exercício anterior e autonomia financeira. Os resultados obtidos permitiram obter múltiplas conclusões: i) relativamente à teoria da sinalização, uma vez que a relação entre a cotação da ação e a distribuição de dividendos é positiva, constata-se que existem evidências para afirmar que a distribuição de dividendos é uma forma de sinalização do mercado; ii) a relação entre a distribuição de dividendos e a rentabilidade da empresa é positiva, o que significa que, empresas com maiores índices de rentabilidade apresentam maior tendência para distribuir mais dividendos, rejeitando a hipótese da irrelevância dos dividendos; iii) relativamente à influência exercida pelo endividamento na PD, quanto maior o valor do endividamento, menor o valor da distribuição de dividendos; iv) no período em análise, há uma tendência de manutenção e estabilidade dos dividendos, encontrando assim evidência capaz de suportar o modelo de Lintner (1956).

Mais recentemente, Costa *et al.* (2017) tiveram como objetivo testar a teoria da sinalização dos dividendos no mercado português, analisando também o impacto da crise financeira nas reações de mercado, como as variações de dividendos distribuídos e aos resultados apresentados pelas empresas. Como amostra, selecionaram as sociedades não financeiras com títulos cotados na EL que distribuíram dividendos no período entre 2006 e 2013. Nesse sentido, foram ajustados quatro modelos que tinham como variável dependente a rentabilidade anormal acumulada média correspondente à janela temporal de três dias (antes, durante e após) da divulgação dos dividendos. Como variáveis independentes, as autoras selecionaram o rácio entre a variação dos dividendos e o preço da ação 10 dias antes do anúncio dos dividendos distribuídos e o rácio entre a variação dos resultados e o preço da ação 10 dias antes do anúncio suprarreferido como variáveis explicativas. Introduziram também variáveis de controlo como a rentabilidade média das ações nos 5 dias antes do anúncio dos dividendos e o logaritmo do preço das ações no dia do anúncio dos dividendos e ainda uma variável *dummy* que permitia identificar os subperíodos de pré-recessão e recessão.

As autoras não encontraram evidência capaz de suportar a teoria da sinalização dos dividendos, afirmando que o capital das empresas está altamente concentrado em poucos acionistas que, normalmente estão envolvidos na empresa, estando já consciencializados da

PD antes da mesma ser anunciada ao mercado. A rendibilidade anormal acumulada média é maior quando ocorrem variações positivas dos resultados e é significativamente mais pronunciada quando a variação dos dividendos e dos resultados ocorre na mesma direção. Relativamente ao impacto da crise financeira nas reações de mercado, concluíram que as rendibilidades anormais acumuladas médias são de maior valor em períodos de pré-recessão, quando comparados com períodos de recessão, podendo estar associado a um receio por parte dos participantes no mercado português durante um período de incerteza financeira.

Em suma, embora os estudos recentes reiterem a posição de Lintner (1956), não existem evidências para afirmação do modelo e, por consequência, surge a necessidade de continuar a investigar o tema, em busca de respostas mais concretas.

2.3. Estrutura de Capital e Política de Dividendos

Myers (1984) comparou o problema da EC e a PD dizendo que o primeiro seria mais complicado de resolver, afirmando que só as abordagens de Lintner (1956) e de M&M (1961) permitiram explicar uma maior percentagem do problema dos dividendos e que, pelo contrário, no problema da estrutura de capital, apenas se sabia que as decisões tomadas sobre esta temática tinham impacto no comportamento dos investidores.

A relação entre a EC e a PD foi abordada ao longo das últimas décadas, mas apenas tenuemente. Muitos são os estudos que analisam os determinantes da EC, assim como os que abordam os determinantes da PD. Embora os primeiros estudos incluam, por norma, uma variável explicativa relacionada com os dividendos, a fim de verificar se esta é determinante para a EC e os segundos estudos incluam uma variável independente de endividamento como possível determinante da PD, existe uma grande escassez de estudos que abordaram a relação entre as duas temáticas acima referidas, o que justifica a necessidade de um estudo que relacione as duas decisões empresariais entre si, a fim de averiguar até que ponto estas duas decisões se influenciam mutuamente.

Kim *et al.* (2007) estudaram as inter-relações entre a EC, a estrutura acionista e a PD, cobrindo o período entre 1997 e 2002, tendo por base uma amostra de 102 empresas do sector industrial com títulos cotados na bolsa da Coreia do Sul. Para tal, os autores recorreram a três regressões lineares, uma para cada uma das variáveis independentes, a fim de retirar algumas ilações. Os resultados obtidos permitiram concluir que: i) a estrutura acionista influencia negativamente a EC, enquanto a PD tem uma relação positiva com a EC;

ii) a estrutura acionista e o endividamento têm um impacto positivo na PD; iii) o endividamento afeta negativamente a estrutura acionista e a PD afeta positivamente a estrutura acionista.

Abbas *et al.* (2016) decidiram estudar a relação entre a EC e a PD, assim como os determinantes de ambas as temáticas de estudo, considerando uma amostra composta por 100 empresas do setor industrial do Paquistão, cobrindo o período entre 2006 e 2011. Após testar a endogeneidade das variáveis, os autores encontraram evidências que permitiam afirmar que a EC e a PD deveriam ser consideradas em simultâneo. Nesse sentido, os autores elaboraram um modelo com duas regressões lineares, uma para estimar o endividamento e a outra para o rácio de *payout*.

A equação referente ao endividamento teve como variáveis independentes as seguintes: rendibilidade, dimensão, tangibilidade, oportunidades de crescimento, liquidez, BFND, variabilidade do rendimento e o rácio *payout*. A rendibilidade, a dimensão e os BFND apresentam uma relação significativa e negativa com o endividamento. As duas primeiras relações permitiram aos autores encontrar evidência de suporte para a teoria *pecking order*, enquanto que a relação negativa entre BFND e o endividamento sugerem que valores elevados de depreciações estão associados a baixa emissão de dívida, corroborando a abordagem *trade-off*. Por outro lado, as oportunidades de crescimento, o rácio *payout*, a tangibilidade e a variabilidade da receita influenciam positiva e significativamente o endividamento. As relações positivas e significativas entre o endividamento e as oportunidades de crescimento e a variabilidade do rendimento suportam a teoria *pecking order* e a teoria da agência, respetivamente, enquanto que a relação entre o endividamento e a tangibilidade reflete a ideia de que empresas com maior valor de ativos fixos, têm maior capacidade de emissão de dívida. A relação com o rácio de *payout* reforça a teoria da *pecking order*, uma vez que empresas com baixa distribuição de dividendos têm resultados retidos suficientes para reinvestimento, apresentando baixos rácios de endividamento.

Na equação referente ao rácio *payout*, os autores incluíram como variáveis independentes: dimensão, rendibilidade, liquidez, oportunidades de crescimento, tangibilidade e o rácio de endividamento. A dimensão, a rendibilidade, a liquidez e o rácio de endividamento influenciam de forma significativa e positiva o rácio *payout*, enquanto as oportunidades de crescimento têm uma relação negativa e significativa com a variável dependente. A tangibilidade demonstrou ser estatisticamente não significativa. A relação

entre a dimensão e o rácio *payout* sugere que empresas de elevada dimensão têm a capacidade de gerar mais lucro, logo distribuem maiores valores de dividendos, enquanto que a relação entre a rendibilidade e a variável dependente suporta a teoria da sinalização, argumentando que empresas com lucros estáveis e em crescimento têm tendência a distribuir mais dividendos, devido ao efeito de sinalização. A relação entre a liquidez e o endividamento sugere que empresas com ativos que proporcionem maior liquidez apresentam maiores rácios *payout*, corroborando a teoria da agência e da sinalização. Quanto à relação entre o endividamento e rácio *payout*, sendo significativa e positiva, suporta a teoria da sinalização, uma vez que empresas com endividamento elevado têm fundos suficientes para investir em projetos rentáveis, proporcionando maiores distribuições de dividendos. Por fim, suportando a teoria da *pecking order*, as oportunidades de crescimento influenciam negativamente o rácio *payout*, uma vez que empresas em crescimento reinvestem os resultados em projetos rentáveis, reduzindo o valor dos resultados disponível para distribuição.

Desta forma, os autores concluíram que os determinantes da EC são: dimensão, rendibilidade, liquidez, variabilidade da receita, BFND, oportunidades de crescimento e o rácio *payout*. Quanto aos determinantes de PD consideraram: dimensão, rendibilidade, oportunidades de crescimento e o endividamento. Deste modo, pode verificar-se que a EC e a PD se influenciam mutuamente.

3. Metodologia

Neste capítulo, inicialmente são descritas as hipóteses a serem testadas. De seguida apresenta-se uma caracterização da amostra e a definição do modelo. Por fim, é apresentado um resumo dos métodos de estimação usados. Esta dissertação tem como inspiração o estudo realizado por Abbas *et al.* (2016) e o objetivo principal é apurar os determinantes da EC e da PD, bem como encontrar evidência que permita confirmar uma eventual relação entre a EC e a PD.

3.1 Hipóteses

Neste ponto, serão enunciadas as hipóteses formuladas, que irão ser testadas com base no modelo a definir. As hipóteses foram formuladas de acordo com as teorias que melhor descrevem as decisões relativas a ambas as temáticas em Portugal, sendo que primeiro serão enunciadas as hipóteses relativas à EC e posteriormente as da PD.

Como pode ser constatado pela revisão da literatura, em Portugal, a teoria que melhor parece descrever as decisões relativas à EC é a teoria *pecking order* (Vieira e Novo, 2010, Silva, 2013, Vieira, 2013, Vieira, 2017, Matias e Serrasqueiro, 2017). Tendo por base esta teoria, formulam-se as seguintes hipóteses:

H_{1.1}: Existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o rácio de endividamento;

H_{1.2}: Existe uma relação negativa entre a liquidez e o rácio de endividamento;

H_{1.3}: Existe uma relação positiva entre a tangibilidade e o rácio de endividamento;

H_{1.4}: Existe uma relação negativa entre os BFND e o rácio de endividamento;

H_{1.5}: Existe uma relação negativa entre a rendibilidade do ativo e o rácio de endividamento;

H_{1.6}: Existe uma relação positiva entre o rácio de *payout* e o rácio de endividamento.

No âmbito da PD, o modelo de Lintner (1956), comprovado em estudos como os de Vieira *et al.* (2013), Fernandes e Ribeiro (2013) e Almeida *et al.* (2015), parece ser o modelo que melhor se adequa para descrever o comportamento da distribuição de dividendos no mercado português. Neste contexto, foram formuladas as hipóteses a seguir apresentadas:

H_{2.1}: Existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o rácio de *payout*;

H_{2.2}: Existe uma relação positiva entre a liquidez e o rácio de *payout*;

H_{2.3}: Existe uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e o rácio de *payout*;

H_{2.4}: Existe uma relação positiva entre a rendibilidade e o rácio de *payout*;

H_{2.5}: Existe uma relação positiva entre o rácio de endividamento e o rácio de *payout*.

A Tabela 1 contém um resumo das hipóteses acima estabelecidas, enunciando as relações teóricas entre as variáveis em estudo. Como podemos observar, prevê-se que o rácio de endividamento seja positivamente influenciado pelo rácio de *payout*, dimensão e tangibilidade, enquanto é expectável que a liquidez, os BFND e a rendibilidade apresentem uma relação de cariz negativo com o rácio de endividamento. Relativamente ao rácio de *payout*, prevê-se uma relação positiva com a dimensão, a liquidez e a rendibilidade, no entanto, espera-se que as oportunidades de crescimento influenciem negativamente o rácio de *payout*.

Tabela 1 – Quadro síntese das hipóteses

Variável	Rácio de Endividamento	Rácio de <i>Payout</i>
Rácio de Endividamento	n.a.	+
Rácio de <i>Payout</i>	+	n.a.
Dimensão	+	+
Liquidez	-	+
Tangibilidade	+	n.a.
Oportunidades de crescimento	n.a.	-
BFND	-	n.a.
Rendibilidade	-	+

3.2 Amostra

A recolha de dados foi feita a partir de duas fontes; os dados de natureza financeira, foram retirados da base de dados do Sistema de Análise de Balanços Ibéricos, também conhecido como SABI. Relativamente à obtenção dos valores dos dividendos distribuídos, foram consultados os relatórios e contas relativos ao período em estudo, das empresas inseridas no estudo.

A amostra considerada é composta por 39 sociedades não financeiras cotadas na EL. O período analisado está compreendido entre 2010 e 2016, e foi definido pela disponibilidade de dados da SABI. Tendo em conta alguns condicionalismos relativos aos dados disponíveis, a análise incidiu sobre um conjunto de dados painel não balanceados, correspondente a uma amostra com 197 observações. Para tratamento da amostra considerada, é utilizado o *software* RStudio, com recurso às aplicações *systemfit*, *plm* e *readxl*.

A caracterização da amostra é feita na Tabela 2, a qual apresenta algumas estatísticas descritivas obtidas para os valores das variáveis envolvidas no estudo.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas da amostra

Estatísticas Descritivas	End	Pay	Rend	Liq	Tang	BFND	OC	Dim
Mínimo	0,279	-0,062	-0,549	0,340	0,253	-0,005	-0,623	15,160
1º Quartil	0,439	0,000	-0,008	1,431	0,620	0,000	-0,045	18,660
Mediana	0,551	0,000	0,025	1,815	0,847	0,000	0,001	19,460
3º Quartil	0,699	0,640	0,064	2,279	0,940	0,012	0,071	20,760
Máximo	2,941	1,288	1,676	3,581	1,018	0,219	1,028	23,850
Média	0,610	0,294	0,020	1,928	0,768	0,014	0,026	19,640
Desvio Padrão	0,328	0,381	0,158	0,697	0,212	0,034	0,207	1,783

Na amostra de empresas, o rácio de endividamento médio é de 61%, implicando que as sociedades não financeiras da EL dependem consideravelmente dos capitais alheios. O facto de o terceiro quartil se situar nos 69,9% implica que 75% das empresas da amostra praticam rácios de endividamento relativamente baixos, quando comparados com o valor máximo de 294,1%. Este valor máximo espelha o facto de a amostra conter empresas tecnicamente falidas.

Em média, as empresas da amostra distribuem apenas 29,4% dos seus resultados sob a forma de dividendos. Pela observação dos valores extremos constatamos que o valor mínimo desta variável evidencia que há empresas da EL a distribuir dividendos, mesmo quando o resultado líquido é negativo e que há empresas da EL a distribuir um valor de dividendos superior ao resultado líquido daquele período.

A rentabilidade do ativo é, em média, de 2%, um valor consideravelmente baixo para grandes empresas, enquanto o desvio padrão tem um valor elevado, quando comparado com a rentabilidade média observada, o que indica uma grande variabilidade nos valores observados da rentabilidade.

A liquidez das sociedades não financeiras da EL tem uma média de 1,928, implicando que o ativo total é superior ao passivo total, sugerindo que a atividade das empresas da amostra gera resultados capazes de cobrir as obrigações das mesmas, contudo, quer a distância interquartil quer o desvio padrão (0,697) evidenciam pouca dispersão dos valores da liquidez.

A tangibilidade é, em média, de 76,8%, implicando que mais de metade dos ativos das empresas da amostra são ativos não correntes e que existe uma proteção ao credor considerável. A observação dos limites permite constatar que, no mínimo, 25,3% do ativo são ativos não correntes.

Os BFND são, em média, de 1,4%, indicando que as empresas da amostra são pouco suscetíveis a este tipo de rendimento. A amplitude interquartil desta variável é 1,2%, evidenciando alguma dispersão associada aos valores dos BFND.

O valor médio das oportunidades de crescimento é 2,6%, sugerindo que a variação percentual do ativo é, em média, positiva ao longo do período analisado. O valor do desvio padrão (20,7%), elevado quando comparado com o da média, revela grande disparidade dos valores desta variável.

Os valores da amplitude da amostra da variável dimensão variam entre 15,16 e 23,85, apresentando um valor médio de 19,64 e um desvio padrão de 1,783, evidenciando alguma heterogeneidade no que toca às observações registadas para esta variável. Este último valor é pequeno, quando comparado com o da média, mostrando que as dimensões das empresas em estudo são bastante homogêneas.

3.3 Modelo

Após a formulação das hipóteses e a caracterização da amostra, vai ser apresentado o modelo econométrico construído que permitirá avaliar as hipóteses e avaliar uma eventual relação entre a EC e a PD. O modelo é constituído por um sistema de duas equações, uma em representação da EC e outra da PD.

Equação da EC:

$$\mathbf{End} = \alpha_1 + \beta_{21}\mathbf{Pay} + \beta_{31}\mathbf{Rend} + \beta_{41}\mathbf{Dim} + \beta_{51}\mathbf{Liq} + \beta_{71}\mathbf{Tang} + \beta_{81}\mathbf{BFND} + \varepsilon_1 \quad (1)$$

Equação da PD:

$$\mathbf{Pay} = \alpha_2 + \beta_{12}\mathbf{End} + \beta_{32}\mathbf{Rend} + \beta_{42}\mathbf{Dim} + \beta_{52}\mathbf{Liq} + \beta_{62}\mathbf{OC} + \varepsilon_2 \quad (2)$$

onde End e Pay representam as variáveis endógenas e as restantes são variáveis exógenas ao sistema. ε_1 e ε_2 representam os termos aleatórios das equações.

Para testar o modelo definido, vão ser aplicadas duas metodologias diferentes: o método dos dados painel e o método das equações simultâneas.

Segundo Ribeiro (2014), dados em painel é um conjunto de observações que são suportadas por dados bidimensionais. Neste tipo de dados, existe a unidade seccional que é uma das dimensões e representa o grupo em que o dado está inserido, sendo que a segunda dimensão, geralmente é o tempo. Neste trabalho, os grupos são as sociedades não financeiras da EL e a unidade de tempo é o ano em que a observação foi verificada.

Para Henningsen e Hamann (2007), quando, no modelo econométrico, existem variáveis do lado direito numa das equações e noutra equação estão do lado esquerdo, estamos perante uma situação de endogeneidade, que, caso seja ignorada, podem ser obtidas estimativas inconsistentes. No sentido de se considerar a endogeneidade de certas variáveis, foram desenvolvidos, entre outros, os métodos *two-stage least squares* (2SLS) e o *three-stage least squares* (3SLS).

O método 2SLS foi elaborado para substituir as variáveis endógenas por uma combinação linear das variáveis exógenas no modelo e utilizar esta estimativa como variável explicativa ao invés da variável endógena original. Para Gujarati (2003) a ideia básica do método 2SLS é eliminar a influência dos termos aleatórios nas variáveis endógenas. O método consiste em duas fases. A primeira passa por estimar as variáveis endógenas em função das exógenas e substituir as mesmas pelas novas variáveis estimadas. A segunda fase consiste na aplicação do método *ordinary least squares* às novas equações resultantes da transformação das variáveis.

Segundo Zellner e Theil (1962), o método 3SLS consiste na aplicação do *feasible generalized least squares* às estimativas provenientes do 2SLS para que todos os coeficientes sejam estimados em simultâneo. Para Henningsen e Hamann (2007), o método 3SLS origina estimadores mais consistentes e assintoticamente mais eficientes.

3.4 Variáveis

As variáveis que fazem parte do modelo podem ser categorizadas, em endógenas e exógenas. As variáveis endógenas, em representação da EC e da PD, serão os rácios, de endividamento e de *payout*, respetivamente, recordando que na equação da EC, o rácio de *payout* será uma das variáveis explicativas e na equação da PD, o rácio de endividamento também será uma variável explicativa.

O rácio de endividamento representa a percentagem do capital da empresa detida pelo conjunto de entidades, individuais ou grupais, alheias e é calculado através do quociente entre o passivo e o ativo da empresa. Esta forma de cálculo foi utilizada noutros estudos (Daskalakis e Psillaki, 2005, Kim *et al.*, 2007, Vos e Shen, 2007, Couto e Ferreira, 2010, Vieira e Novo, 2010, Silva, 2013, Thippayana, 2014, Kaźmierska-Jóźwiak, 2015, Mugoša, 2015, Abbas *et al.*, 2016, Güner, 2016, Thanh e Huong, 2017, Matias e Serrasqueiro, 2017) como método de quantificação da EC.

O rácio de *payout* determina a percentagem dos resultados distribuída aos acionistas. É quantificado pela divisão entre o valor total de dividendos distribuídos e o resultado líquido da empresa. Em estudos como os de Couto e Ferreira (2010), Ranti (2013), Kaźmierska-Jóźwiak (2015) e Labhane e Mahakud (2016), foi utilizada esta forma de cálculo para quantificar a PD.

No que respeita a variáveis exógenas, estão incluídas a rendibilidade, a liquidez, as oportunidades de crescimento, a dimensão, a tangibilidade e os BFND.

A rendibilidade do ativo mede a capacidade da empresa para gerar resultados a partir da atividade operacional. Neste estudo, é quantificada como o rácio entre o resultado operacional e o ativo total. Esta forma de cálculo já havia sido utilizada noutros estudos como os de Daskalakis e Psillaki (2005), Vos e Shen (2007), Fernandes e Ribeiro (2013), Silva (2013), Abbas *et al.* (2016), Güner (2016), Labhane e Mahakud (2016), Matias e Serrasqueiro (2017) e Thanh e Huong (2017).

A liquidez avalia a capacidade que a empresa tem em honrar os seus compromissos, analisando o impacto da aplicação dos recursos da empresa nas obrigações da mesma. Este rácio, que tem como método de cálculo o quociente entre ativo e passivo da empresa, o mesmo utilizado por Abbas *et al.* (2016).

Segundo Thanh e Huong (2017), as oportunidades de crescimento são ativos que acrescentam valor à empresa, mas que estão associados a um nível de risco e não podem ser dados como garantia. Como forma de cálculo, é utilizada a taxa de crescimento do ativo, já verificada nos estudos de Daskalakis e Psillaki (2005), Kumar (2006), Vos e Shen (2007), Couto e Ferreira (2010), Ribeiro (2010), Vieira e Novo (2010), Fernandes e Ribeiro (2013), Abbas *et al.* (2016), Matias e Serrasqueiro (2017) e Thanh e Huong (2017).

A variável dimensão é medida através do logaritmo natural do ativo, à semelhança de outros estudos, como sejam os trabalhos de Kouki e Guizani (2009), Vieira e Novo (2010), Fernandes e Ribeiro (2013), Ranti (2013), Thippayana (2014), Kaźmierska-Jóźwiak (2015), Matias e Serrasqueiro (2017) e Thanh e Huong (2017).

Para Labhane e Mahakud (2016), a tangibilidade dos ativos de uma empresa assegura a proteção dos credores, sendo que, quanto maior o valor da mesma, menor serão os conflitos entre acionistas e credores, reduzindo os custos de agência nesta vertente. Como forma de cálculo, assim como nos estudos de Vos e Shen (2007), Couto e Ferreira (2010), Vieira e Novo (2010), Silva (2013), Milos (2015), Mugoša (2015), Abbas *et al.* (2016), Labhane e Mahakud (2016), Matias e Serrasqueiro (2017) e Thanh e Huong (2017), neste estudo é utilizado o quociente entre o ativo não corrente e o ativo total da empresa.

Os benefícios fiscais são incentivos criados pelos governos de forma a condicionar as decisões tomadas na gestão de uma empresa. Neste estudo, analisaremos os BFND, calculados através do quociente entre o valor das depreciações e o ativo total. (Vieira e Novo, 2010, Silva, 2013, Abbas *et al.*, 2016, Güner, 2016).

A Tabela 3 contém uma síntese da informação acima descrita, complementada com a abreviatura utilizada para cada variável aquando do tratamento estatístico.

Tabela 3 – Quadro síntese das variáveis

Variável	Abreviatura	Cálculo
Rácio de Endividamento	End	Passivo / Ativo
Rácio de <i>Payout</i>	Pay	Dividendos (n-1) / Resultado Líquido
Dimensão	Dim	Ln (Ativo)
Liquidez	Liq	Ativo / Passivo
Tangibilidade	Tang	Δ % do Ativo
Oportunidades de Crescimento	OC	Ativo não Corrente / Ativo
Benefícios Fiscais não decorrentes da dívida	BFND	Depreciações / Ativo
Rendibilidade	Rend	Resultado Operacional / Ativo

4. Resultados

Neste capítulo são apresentados os resultados empíricos obtidos com base nos vários métodos aplicados, os quais são confrontados com as hipóteses formuladas e com os trabalhos previamente referidos. Inicialmente, serão analisados os resultados associados à metodologia dos dados painel, onde foram aplicados os métodos *pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios e, posteriormente, será feita uma análise aos resultados provenientes dos métodos de estimação de equações simultâneas, o 2SLS e o 3SLS.

Segundo Croissant e Millo (2008), o teste da estatística F permite fazer uma comparação entre a adaptabilidade do método *pooled* e do método dos efeitos fixos. De seguida, efetua-se o teste de Hausman para optar entre o método dos efeitos fixos e o método dos efeitos aleatórios. Para a equação 1, o resultado do teste da estatística F (valor-p = 0,000) permitiu rejeitar a hipótese nula e concluir que o método dos efeitos fixos será mais consistente do que o método *pooled* dos mínimos quadrados. Quando recorremos ao teste de Hausman para comparar os resultados do método dos efeitos fixos com o método dos efeitos aleatórios, constatou-se que o valor-p era de 0,000 e, rejeitando a hipótese nula, concluiu-se que o método dos efeitos fixos será o mais adequado (Baltagi, 2013). Na equação 2, o procedimento foi o mesmo e o teste da estatística F apresentou um valor-p igual a 0,000, donde se conclui que o método dos efeitos fixos seria mais adequado. No teste de Hausman, foi obtido um valor-p de 0,000 e assim se concluiu que o método dos efeitos fixos seria o mais adequado. Nas tabelas 4 e 5 são apresentadas as estimativas obtidas pelo método dos efeitos fixos.

Tabela 4 – Equação 1 – Método dos efeitos fixos

Equação EC				
Termo	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística T	Valor-p
Pay	0,030	0,036	0,836	0,405
Rend	-0,306	0,050	-6,072	0,000*
Dim	-0,002	0,036	-0,052	0,958
Liq	-0,206	0,020	-10,122	0,000*
Tang	-0,022	0,080	-0,279	0,781
BFND	0,768	0,351	2,187	0,030*
* – Significativas a um nível de significância 5%				

Tabela 5 – Equação 2 – Método dos efeitos fixos

Equação PD				
Termo	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística T	Valor-p
End	0,144	0,174	0,831	0,407
Rend	0,192	0,124	1,552	0,123
Dim	0,001	0,079	0,007	0,994
Liq	0,026	0,057	0,461	0,645
OC	-0,063	0,096	-0,672	0,503
* – Significativas a um nível de significância 5%				

As variáveis significativas na equação 1 são a rentabilidade, a liquidez e os BFND, enquanto que, na equação 2 não foram detetadas variáveis significativas capazes de explicar a variável rácio de *payout*.

A hipótese $H_{1.2}$ é confirmada pela existência de uma relação negativa e significativa entre a liquidez e o rácio de endividamento. Os estudos de Milos (2015), Abbas *et al.* (2016) e de Güner (2016) confirmam a relação negativa entre as variáveis. A hipótese $H_{1.4}$ não é confirmada pelos dados, uma vez que a relação entre o rácio de endividamento e os BFND é positiva e significativa. Couto e Ferreira (2010) também encontraram evidência do cariz positivo desta relação. Por fim, a relação negativa e significativa entre a rentabilidade e o rácio de endividamento confirma a hipótese $H_{1.5}$. Estudos como sejam os de Daskalakis e Psillaki (2005), Klapper *et al.* (2006), Vos e Shen (2007), Vieira e Novo (2010), Silva (2013), Vieira (2013), Thippayana (2014), Milos (2015), Mugoša (2015), Abbas *et al.* (2016), Güner (2016), Matias e Serrasqueiro (2017), Vieira (2017) e Thanh e Huong (2017) também apresentaram uma relação negativa e significativa entre a rentabilidade e o endividamento.

Resumindo, os resultados obtidos pelo método dos efeitos fixos não permitiram encontrar evidência confirmar as hipóteses $H_{1.1}$, $H_{1.3}$, $H_{1.4}$, $H_{1.6}$, $H_{2.1}$, $H_{2.2}$, $H_{2.3}$, $H_{2.4}$ e $H_{2.5}$.

Quanto à estimação pelo método do sistema de equações simultâneas, considerando a endogeneidade apresentada pelo rácio de endividamento e de *payout*, foram aplicados o método 2SLS e 3SLS. Para o teste de Hausman, que permite comparar a qualidade dos resultados obtidos através dos dois métodos, obteve-se um valor-p de 0,663, que levou à não rejeição da hipótese nula, permitindo concluir que ambos os estimadores 2SLS e 3SLS são consistentes e que o estimador de 3SLS é assintoticamente mais eficiente (Henningsen e

Hamann, 2007). No seguimento desta conclusão, apresentamos nas tabelas seguintes as estimativas obtidas pelo método 3SLS.

Tabela 6 – Equação 1 – Método 3SLS

Equação da EC				
Termo	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística T	Valor-p
Indep	0,182	4,807	0,038	0,970
Pay	-0,677	2,442	-0,277	0,782
Rend	0,294	1,152	0,255	0,799
Dim	0,059	0,314	0,188	0,851
Liq	-0,393	0,065	-6,062	0,000*
Tang	0,232	0,809	0,287	0,775
BFND	2,757	2,721	1,013	0,312
* – Significativas a um nível de significância 5%				

Tabela 7 – Equação 2 – Método 3SLS

Equação da PD				
Termo	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística T	Valor-p
Indep	-2,462	0,697	-3,534	0,001*
End	0,316	0,330	0,957	0,340
Rend	0,468	0,146	3,206	0,002*
Dim	0,126	0,017	7,457	0,000*
Liq	0,039	0,121	0,320	0,749
OC	0,114	0,124	0,920	0,359
* – Significativas a um nível de significância 5%				

Como podemos observar, a única variável significativa na equação 1 é a liquidez, enquanto na equação 2, as variáveis significativas são o termo independente, a rendibilidade e a dimensão.

A hipótese $H_{1,2}$ é confirmada, também pelos resultados obtidos por este método, confirmando uma relação negativa e significativa entre a liquidez e o rácio de endividamento. Os estudos de Milos (2015), Abbas *et al.* (2016) e de Güner (2016) confirmam a relação negativa entre as variáveis.

Com o método 3SLS, a hipótese $H_{2,1}$ é confirmada pelos dados através da relação positiva e significativa entre a dimensão e o rácio de *payout*. Estudos como os de Ranti (2013), Abbas *et al.* (2016) e o de Labhane e Mahakud (2016) também encontraram evidência de que a relação entre o rácio de *payout* e a dimensão da empresa é positiva. De

novo, os dados revelam uma relação positiva e significativa entre a rendibilidade e o rácio de *payout*, evidenciada nos estudos de Ribeiro (2010), Fernandes e Ribeiro (2013), Almeida *et al.* (2014) e de Abbas *et al.* (2016), o que permite confirmar $H_{2.4}$.

Os resultados obtidos pelo método 3SLS não permitiram encontrar evidência estatística para validar as hipóteses $H_{1.1}$, $H_{1.3}$, $H_{1.4}$, $H_{1.5}$, $H_{1.6}$, $H_{2.2}$, $H_{2.3}$ e $H_{2.5}$.

5. Conclusão

Este trabalho tem como objetivo encontrar evidência que permita afirmar a existência de uma relação entre as decisões tomadas em relação à EC e as decisões tomadas associadas à PD. Como termo de complemento, o estudo realizado também contempla analisar quais as variáveis determinantes para a EC e para a PD.

Nesse sentido, foi analisada uma amostra constituída pelas sociedades não financeiras da EL. Elaborou-se um modelo econométrico constituído por um sistema de duas equações, a da EC e a da PD.

Numa primeira abordagem, é utilizada a metodologia de dados painel, onde é aplicado o método *pooling*, o método dos efeitos fixos e o método dos efeitos aleatórios. Após a realização de testes de adequabilidade para selecionar qual o método a seguir, analisaram-se os resultados obtidos com o método dos efeitos fixos.

Relativamente à EC, verificou-se uma relação negativa e significativa entre a rentabilidade e o rácio de endividamento, uma relação negativa e significativa entre a liquidez e o rácio de endividamento e uma relação positiva e significativa entre os BFND e o rácio de endividamento, evidenciando que a teoria que melhor descreve a EC das empresas da EL é a teoria da *pecking order*.

Considerando a PD, uma vez que não foi verificada a existência de relação significativa entre o rácio de *payout* e as variáveis exógenas, não foi encontrada evidência capaz de suportar alguma das teorias descritas na revisão de literatura.

Numa segunda abordagem, é utilizada a metodologia do sistema de equações simultâneas, onde foram aplicados os métodos 2SLS e 3SLS ao modelo previamente definido. Após a realização do teste de adequabilidade, foi considerado o método 3SLS por ser o que apresentava resultados consistentes e assintoticamente mais eficientes.

Com esta metodologia, foi encontrada evidência de uma relação negativa e significativa entre a liquidez e o rácio de endividamento. Este resultado vai ao encontro da conclusão obtida através do método dos efeitos aleatórios, confirmando que a teoria da *pecking order* será a que melhor descreve as decisões relativas à EC nas empresas da EL.

Relativamente à PD, os resultados obtidos permitem constatar que existe uma relação positiva e significativa entre a rentabilidade da empresa e o rácio de *payout* e uma relação positiva e significativa entre a dimensão e o rácio de *payout*, não apoiando a hipótese da irrelevância dos dividendos de MM (1961).

Os resultados não permitiram encontrar evidência que confirmasse a existência de uma relação significativa entre a EC e a PD das empresas da EL. Apesar deste resultado, está longe de ser provada a existência, ou não, da relação acima referida, uma vez que podem ser várias as explicações para este insucesso. Nesse sentido, este trabalho serve como incentivo para dar continuidade à investigação desta temática, uma vez que Abbas *et al.* (2016) encontraram evidência da existência desta relação, tendo por base uma amostra de empresas do Paquistão. Neste sentido, parece-nos que o estudo desta relação não está ainda encerrado, sendo um estímulo à análise da relação, considerando outras variáveis de controlo.

Este trabalho, limitado pela dimensão da amostra, não permitiu efetuar uma análise de resíduos, uma vez que, para efetuar este tipo de estudo, seria necessário dividir a amostra inicial em duas partes, uma destinada à estimação do modelo e outra destinada ao cálculo dos resíduos, para posterior análise. Nessa linha de pensamento, como sugestão de trabalho futuro, seria assim, muito importante ter acesso a uma amostra com maior dimensão, para poder desenvolver este tipo de comparação. Adicionalmente, trabalhar com períodos e/ou amostras maiores, assim como poder utilizar outra base de dados, poderão incorrer novos resultados, assim como novas conclusões.

Referências

- Abbas, A., Hashmi, S. H., & Chishti, A. F. (2016). *Dividend Policy and Capital Structure: Testing Endogeneity*. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=2745726>
- Almeida, L. A. G., Pereira, E. T., & Tavares, F. O. (2015). Determinants of Dividend Policy: evidence from Portugal. *Revista Brasileira de Gestão e Negócios*, 17(54), 701–719.
- Almeida, L. A. G., Tavares, F. O., & Pereira, E. T. (2014). Determinantes da Política de Dividendos em Portugal. *Revista Universo Contábil*, 10(4), 162–181.
- Archbold, S., & Vieira, E. S. (2010). Corporate dividend policies in bank based Systems: Survey evidence from UK and Portugal. *Portuguese Journal of Management Studies*, 15(1), 35–63.
- Auerbach, A. J., & Hassett, K. A. (2003). On the Marginal Source of Investment Funds. *Journal of Public Economics*, 87(1), 205–232.
- Baltagi, B. H. (2013). *Econometric Analysis of Panel Data* (5th ed.). UK: Wiley.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy and “The bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5–8.
- Borokhovich, K. A., Brunarski, K. R., Harman, Y., & Kehr, J. (2005). Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs. *Financial Review*, 40(1), 37–65.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout Policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527.
- Brennan, M. J. (1970). Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, 23(4), 417–427.
- Costa, A. R., Vieira, E. S., & Rocha, A. (2017). O efeito da crise financeira na política de dividendos das empresas cotadas na Euronext Lisbon. *Revista de Estudos Do ISCA*, 4(15).
- Couto, G., & Ferreira, S. (2010). Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(1), 26–38.
- Croissant, Y., & Millo, G. (2008). Panel Data Econometrics in R: The plm package. *Journal of Statistical Software*, 27(2).
- Daskalakis, N., & Psillaki, M. (2005). *The Determinants of Capital Structure of the SMEs: Evidence from the Greek and French firms*. Retrieved from http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/psillaki_strasbg05.pdf

- Farrar, D. E., & Selwyn, L. L. (1967). Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors. *National Tax Journal*, 20, 443–454.
- Fernandes, D. J. M., & Ribeiro, A. M. O. (2013). Fatores determinantes da política de distribuição de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras da Euronext Lisbon. *Revista de Estudos Do ISCA*, 4(7), 2–12.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings and Stock Price. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics* (4th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Güner, A. (2016). The Determinants of Capital Structure Decisions: New Evidence from Turkish Companies. *Procedia Economics and Finance*, 38, 84–89.
- Henningsen, A., & Hamann, J. D. (2007). Systemfit: A Package for Estimating Systems of Simultaneous Equations in R. *Journal of Statistical Software*, 23(4), 1–40.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financing Economics*, 3(4), 305–360.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053–1070.
- Kaźmierska-Jóźwiak, B. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies. *Procedia Economics and Finance*, 23, 473–477.
- Kester, V. (1986). Capital and Ownership Structure: A comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*, 15(1), 5–16.
- Kim, Y. H., J. C., R., & Friesner, D. L. (2007). Interrelationships among capital structure, dividends, and ownership: evidence from South Korea. *Multinational Business Review*, 15(3), 25–42.
- Klapper, L. F., Sarria-Allende, V., & Zaidi, R. (2006). *A firm-level analysis of small and medium size enterprise financing in Poland*. Washington. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=922464>
- Koski, J. L., & Sruggs, J. T. (1998). Who Trades Around the Ex-Dividend Day? Evidence from NYSE Audit File Data. *Financial Management*, 27(3), 58–72.
- Kouki, M., & Guizani, M. (2009). Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*, 25(1), 42–53.
- Kumar, J. (2006). Corporate Governance and Dividends Payout in India. *Journal of Emerging Market Finance*, 5(1), 15–58.

- La Porta, R., Lopes-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33.
- Labhane, N. B., & Mahakud, J. (2016). Determinants of Dividend Policy of Indian Companies: A Panel Data Analysis. *SAGE Publications*, 20(1), 36–55.
- Lewellen, W. G., Stanley, K. L., Lease, R. C., & Schlarbaum, G. C. (1978). Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon. *The Journal of Finance*, 33(5), 1385–1399.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Masulis, R. W., & Trueman, B. (1988). Corporate Investment and Dividend Decisions under Differential Personal Taxation. *Journal of Financial And Quantitative Analysis*, 23(4), 369–385.
- Matias, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical Study of SME's in different regions of Portugal. *Research in International Business and Finance*, 40, 19–33.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051.
- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Dividends and Taxes: Some Empirical Research. *Journal of Political Economy*, 90(6), 1108–1142.
- Milos, M. C. (2015). Capital Structure Determinants: Evidence From The Romanian Listed Companies. *Analele Universitatii "Eftimie Murgu" Resita*, 2, 129–134.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Mugoša, A. (2015). The determinants of capital structure choice: Evidence from Western Europe. *BEH - Business and Economic Horizons*, 11(2), 76–95.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*,

- 13(2), 187–221.
- Pettit, R. R. (1977). Taxes, Transactions Costs and the Clientele Effect of Dividends. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 419–436.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- Ranti, U. O. (2013). Determinants of Dividend Policy: A study of selected listed Firms in Nigeria. *Manager Journal*, 17(1), 107–119.
- Ribeiro, A. (2010). Determinantes da política de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na “Euronext Lisbon.” *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(1–2), 15–25.
- Ribeiro, C. S. (2014). *Econometria*. Lisboa: Escolar Editora.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Silva, S. (2013). *Determinantes da Estrutura de Capitais: evidência empírica das empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisbon*. Universidade do Porto.
- Thanh, L. T., & Huong, D. M. (2017). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study on Vietnamese Listed Firms. *Serbian Journal of Management*, 12(1), 77–92.
- Thippayana, P. (2014). Determinants of Capital Structure in Thailand. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 143, 1074–1077.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Vieira, E. S. (2013). Determinantes da estrutura de capital das empresas portuguesas cotadas. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 12(1), 38–51.
- Vieira, E. S. (2017). Debt policy and firm performance of family firms: the impact of economic adversity. *International Journal of Managerial Finance*, 13(3), 267–286.
- Vieira, E. S., & Novo, A. J. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Revista de Estudos Do ISCA*, 4(2), 1–16.
- Vieira, E. S., Pinho, C., & Leite, S. (2013). Reação do mercado ao anúncio de dividendos: evidência em países europeus. *Revista de Estudos Do ISCA*, 4(5), 1–15.
- Vos, E., & Shen, Y. (2007). The Happy Story Told by Small Business Capital Structure. In *20th Australasian Finance and Banking Conference* (pp. 12–14). Sydney. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1000293>

- Wang, Z. J., & Nanda, V. (2011). Payout policies and closed-end fund discounts: Signaling, agency costs, and the role of institutional investors. *Journal of Financial Intermediation*, 20(4), 589–619.
- Wickham, H., & Bryan, J. (2018). readxl: Read Excel Files. Retrieved from <https://cran.r-project.org/package=readxl>
- Zellner, A., & Theil, H. (1962). Three-Stage Least Squares: Simultaneous Estimation of Simultaneous Equations. *Econometrica*, 30(1), 54–78.
- Zeng, T. (2003). What Determines Dividend Policy: A Comprehensive Test. *Journal of American Academy of Business*, 2(2), 304–309.